

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 17620081151431

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国最佳分析师荐股是否具有投资价值?

——基于“2004-2009 年《新财富》最佳分析师”的实证研究

Do Stars' Recommendations Have Investment Value in China?

——An Empirical Study Based on “New Fortune” Magazine 2004-2009 Stars

邱永进

指导教师姓名: 吴世农 教授

专 业 名 称: 财务学

论文提交日期: 2011 年 4 月

论文答辩时间: 2011 年 6 月

学位授予日期: 2011 年 6 月

答辩委员会主席:

评 阅 人:

2011 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为()课题(组)的研究成果，获得()课题(组)经费或实验室的资助，在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。)

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

《新财富》杂志从 2003 年开始，借鉴国际惯例，参考国际通行的方法，由机构投资者筛选出包括宏观经济和债券研究在内的各个研究方向的“最佳分析师”。在这个注重人脉、资历的卖方研究评选中，要杀出重围获得最佳分析师（前 3 名）称誉并不简单，那么最佳分析师的择股能力是否强于其他分析师？《新财富》赋予分析师的排名是否是分析师荐股绩效的可观测指标，是否有助于分析师声誉机制在中国的形成与建立？由于我国证券市场还属于新兴市场，与国外证券市场的环境和制度都存在很大差异，不能简单将国外经验照搬到我国。在这种情形下，对于分析师声誉和其荐股价值的研究就有待于运用来自我国资本市场的数据进行实证研究。

本文以 CSMAR 数据库 2004 年 11 月到 2010 年 10 月的分析师投资评级作为样本，按发布股票评级分析师的排名构建持有期为 30 天（每日更新，当同一分析师在此期间内发布同一股票的同向评级时则忽视，反之，相反评级则更新）的不同动态投资组合，经 CAPM、F-F 三因素模型和四因素模型风险调整，检验了分析师声誉和其荐股价值的关系。本文构建模型研究了分析师声誉和排名是否在其发布股票评级的短期效应中具有信息含量。另外，本文还首次分行业研究了不同行业内分析师声誉和其荐股价值的关系。

本文共分为六部分，第一部分为绪论，介绍了研究背景、选题、意义及研究思路；第二部分为文献综述，回顾和总结国内外有关分析师的研究成果；第三部分为研究假设和研究设计，介绍了文章的假设、数据来源、变量、模型及检验方法；第四部分为实证结果；第五部分为稳健性检验；第六部分为研究结论和启示。

研究发现：（1）分析师发布股票评级具有短期（1 个月）效应，但不存在长期（1 年）效应；（2）《新财富》最佳分析师头衔并不代表其择股能力，在不考虑交易费用时，最佳分析师和非最佳分析师荐股绩效无显著差异；（3）其他最佳分析师荐股绩效明显不如最佳第 1 名和最佳第 2 名，甚至比非最佳分析师的还差；（4）分析师声誉和排名并不具备信息含量，机构投资者持股比例和公司规模都与分析师发布股票评级的市场反应正相关；（5）分析师发布股票评级的时间滞后了，即提前获取信息的投资者比获取信息滞后的投资者能够取得显著无风险的超额收益；（6）不同行业内的最佳分析师和非最佳分析师荐股绩效差异有很大不同。

这些结果揭示了我国证券分析师声誉机制失效，分析师利益关系很复杂，目前采用定性方法评选最佳分析师的过程还有待完善。

关键词：最佳分析师；分析师声誉；投资评级；绩效；择股能力

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

Since 2003, “New Fortune” magazine selects the “Star Analysts” (the first 3) in each research area including macroeconomic and bond by institutional investors referring to internationally accepted method. It is not simple to be star analysts in this seller research selection process which focuses on personal connections and experience. Whether the stock selection ability is stronger than other analysts? Whether the analyst’s rank given by “New Fortune” magazine is an observable indicator for analyst’s recommendation value, and whether it will help the formation and establishment analyst reputation mechanism in China? The conclusions from foreign experience are not applicable in China because of the difference between the securities market background and environment in abroad and China. So, we should explore the research on analyst’s reputation and recommendation value in China’s share market.

This paper using analysts’ investment ratings sample from November, 2004 to October, 2010 in CSMAR database, constructs different 30-day daily-rebalanced portfolios according to different group analysts’ stock recommendations. We test the relationship between analyst reputation and recommendation values by comparing different portfolios’ risk-adjusted (using CAPM, FF three-factor model and four-factor model) alphas. In addition, we build models to test whether the analyst reputation and rank are indicative information in CAR (cumulated abnormal return). Further, we are the first one to test the relationship between analyst reputation and recommendation values after classifying different industries since the resource and environment are distinctness.

This paper is divided into six parts. Part 1 introduces the framework of this research, which includes research background, subject, significance and thread. Part 2 reviews the past research results of analyst both foreign and home. Part 3 is about the research hypothesis and design, which describes research hypothesis, data sources, sample selection, variables, models and test. Part 4 is description the empirical results. Part 5 is about the robust test. The last part, the author gives the conclusion of this

study and enlightenment of this paper.

We find: (1) analyst issuing stock ratings has short-term (1 month) effects, but there is no long-term (1 year) effect; (2) the star analyst fame of “New Fortune” does not mean selection ability, without considering transaction costs, the risk-adjusted performance yield by star analysts’ portfolios are not significantly better than those of non-star analysts; (3) the risk-adjusted performance yield by lower-ranked star analysts’ portfolios are significantly bad than those of No.1 and No.2 star analysts’, even more, significantly bad than those of non-star analysts’; (4) analyst reputation and rank has no indicative opinion, and both the proportion shares held by institutional and size are positive related with market reaction caused by analysts issuing stock ratings; (5) the announcement of recommendation is delayed, that is investors who accessed information earlier can make risk-adjusted abnormal return; (6) the assessed performance differential between star analysts and other analysts are different in different industries. These results reveal that analysts’ reputation mechanism are failed in China, and the interest in analyst industry are very complex, and qualitative methods used in the process of star analyst selection currently are not perfect.

Keywords: Star Analyst; Analyst Reputation; Investment Ratings; Performance; Selection Ability

目 录	
摘 要.....	I
Abstract	III
第一部分 绪论	1
一、研究背景	1
二、研究选题及意义	3
三、研究思路和框架	4
第二部分 文献综述	6
一、国外文献综述	6
(一) 盈余预测准确性	6
(二) 所荐股票盈利情况	6
(三) 分析师报告信息质量的影响因素	7
(四) 分析师报告信息含量的来源研究	7
二、国内文献综述	8
第三部分 研究假设和研究设计	11
一、理论分析与研究假设	11
二、样本选取与数据来源	13
三、变量及模型	14
(一) 最佳分析师评选过程影响因素分析—Probit模型	14
(二) 盈余预测精确性比较分析—Wilcoxon检验	15
(三) 分析师声誉与推荐价值—构建动态投资组合	15
(四) 信息含量模型	17
(五) 分析师发布股票推荐评级滞后检验	18
四、检验方法	18
第四部分 实证结果	20
一、描述性统计	20
(一) 分析师推荐股票评级数据描述性分析	20
(二) 分析师发布上市公司盈余预测数据描述性分析	23
(三) 最佳分析师评选过程影响因素分析—Probit回归	25
二、分析师声誉与推荐股票价值	28
三、信息获取的时间窗口和不同投资组合绩效评估	32
第五部分 稳健性检验	37
一、长期效应	37
二、控制发布推荐前机构投资者持流通股比例形成动态投资组合	38
三、控制规模形成动态投资组合	40
四、控制行业形成动态投资组合	42

第六部分 研究结论和启示	44
一、研究结论	44
二、结论的理论价值和现实意义	46
三、研究局限性与后续研究方向	46
参考文献	48
附 录.....	52
致 谢.....	59

TABLE OF CONTENTS

ABSTRACT IN CHINESE	I
ABSTRACT IN ENGLISH	III
PART 1 INTRODUCTION	1
Section 1 Research Background	1
Section 2 Research Topics and Significance	3
Section 3 Research Method and Framework	4
PART 2 LITERATURES REVIEW	6
Section 1 Literatures in Abroad	6
1.1 The Accuracy of Earnings Forecasts	6
1.2 Recommendation Performance	6
1.3 The Factors of Information Quality in Analyst Reports	7
1.4 The Sources of Information Content in Analyst Reports	7
Section 2 Literatures in China	8
PART 3 RESEARCH HYPOTHESIS AND DESIGN	11
Section 1 Theoretical Analysis and Hypothesis	11
Section 2 Sample Selecting and Data Sources	13
Section 3 Research Variables and Research Models	14
3.1 Factors Determining Stars Election Process—Probit Model	14
3.2 Comparing The Accuracy of Earnings Forecasts—Wilcoxon Test	15
3.3 Analyst Reputation and Recommendation Value—Constructing Dynamic Portfolios	15
3.4 Information Content Model	17
3.5 The Test of Delay in Analyst Ratings Announcement	18
Section 4 Test Methodology	18
PART 4 EMPIRICAL RESULTS	20
Section 1 Descriptive Statistics	20
1.1 Descriptive Statistics of Analyst Ratings	20
1.2 Descriptive Statistics of Analyst Earnings Forecasts	23
1.3 Factors Determining Stars Election Process—Probit Regression	25
Section 2 Analyst Reputation and the Investment Values of Recommendation	28
Section 3 Information Access Timing and the Assessed Performance Differentials	32
PART 5 ROBUST TEST	37
Section 1 Long Term Effect	37

TABLE OF CONTENTS

Section 2 Form Dynamic Portfolios Under Controlling Shares Hold By Institution Investors	38
Section 3 Form Dynamic Portfolios Under Controlling Size.....	40
Section 4 Form Dynamic Portfolios Under Controlling Industry.....	42
PART 6 CONCLUSION AND IMPLICATION.....	44
Section 1 Conclusion.....	44
Section 2 Theoretic and Practical Meanings	46
Section 3 Limtation and Further Study Directions	46
REFERENCE	48
APPENDIX.....	52
ACKNOWLEDGEMENTS	59

第一部分 绪论

一、研究背景

供职于券商、基金、证券咨询机构的证券分析师（研究员）每天所从事研究工作的目的就是为客户创造价值。他们搜集上市公司的各种数据、信息，运用专业知识进行分析和研究，然后向投资者发布盈余预测和投资建议。但是他们的投资建议对广大中小投资者是否具有投资价值？一直是一个困扰中小投资者的一个问题，特别是在中国证券市场不断发展和完善的今天，中国的证券分析师很多。截止 2009 年底，中国总计 106 家证券公司有 88 家设立了研究部门，占证券公司总数的 83.02%；证券分析师总人数 2592 人，研究领域逐步拓展为宏观经济、行业分析、上市公司研究和投资策略研究，2009 年共发布研究报告 100767 份，平均每个分析师发布 39 份^①。这样，证券分析师发布研究报告的数量（质量），都到了让机构投资者无法处理的级别，中小投资者就更没有能力去解读这些研究报告的价值。然而，中小投资者如何才能以最简单的投资方式（选择正确的股票，恰当的时机买入和卖出），在一定风险水平，获得最大的回报呢？

从美国和其他国家的经验来看，证券分析师能够减少信息不对称性，从而促进资本市场更加有效的发挥资源配置的作用。盈余预测和推荐股票评级报告作为证券分析师向市场传递信息的重要途径，同时也是向客户提供服务的主要内容。证券分析师及时的、准确的发布盈余预测数据及其推荐股票的投资价值受到投资者的广泛关注。评选行业最佳分析师和最佳分析师团队能够让所有的分析师及其团队的股票推荐评级和上市公司盈余预测报告处于公众的监督之下，这有利于完善和健全分析师行业的制度，增加分析师行业的信息透明度，预防分析师“黑嘴”和“托庄”现象。另外，最佳证券分析师由于受机构投资者、媒体关注较多，具有较好的声誉，是各个行业中的佼佼者，其推荐股票评级和上市公司盈余预测报告更是投资者关注的焦点。

国外研究表明：（1）证券分析师的声誉和其做出的盈余预测的准确性显著正相关；（2）总体而言，证券分析师推荐股票组合不能取得超常回报，即证券分析师无择股能力；（3）对证券分析师进行排名后发现：排名靠前的分析师推

^① 资料来源：中国证券报，《88 家券商已设立研究部门》，
http://www.cs.com.cn/xwzx/jsbd/201006/t20100616_2471830.htm, 2010-06-16.

荐股票组合市场表现要好于排名靠后的分析师推荐的股票组合，经过市场、公司规模、账面市值比、动量、行业因素调整后仍能取得超额回报；排名靠后的分析师推荐股票组合市场表现与无排名的分析师推荐股票组合表现类似。

但是，由于我国证券分析师行业发展比较晚，证券分析师的分析和预测能力和国际资本市场发达国家的证券分析师还有相当的差距（姜国华，2004），简单的将国际上的结论应用到我国的实际可能并不恰当。那么，在我国，最佳分析师排名能否成为分析师荐股能力的可观测指标？简单按最佳分析师推荐股票评级操作能否取得风险调整后的超额回报？最佳分析师中的第1名、第2名和其他最佳所推荐股票的表现是否有差异？本文试图用市场数据模拟构建动态投资组合来解答这些疑问。

2007年底，券商分析师对2008年的看法都非常乐观，多数人看到7000点到8000点，没有人看到4000点以下^②。但2008年，上证指数以1820.8点收盘，下降幅度高达65%^③，证券分析师集体看错2008年行情。

安信证券分析师邓某获得2007年《新财富》航空机场业最佳分析师第3名，其在2008年期间股票推荐却频频失误，2008年10月26日，其给予深圳机场“增持”评级，但半年内相对沪深300指数跌幅达到42%。中信证券分析师赵某获得2008年《新财富》社会服务业最佳分析师第1名，但其出具的92份研究报告中，绝大多数看错行情。其评为“增持”的13份报告中，仅有2份预测对；评为“买入”的53份报告中，有25份预测对。另据天天盈对2009年各券商分析师所有公开荐股的情况进行统计，平安证券分析师李某推荐的股票全部上涨，他在天天盈2009年90天准分析师排行中位列第一；渤海证券分析师张某在40天准排行中位列第一；广发证券李某在10天准排名中居首。而这三位分析师均未进入《新财富》通讯行业分析师排名前3名。相反，《新财富》通讯行业最佳分析师中，只有第1名，光大证券周某进入天天盈的排名前5名^④。

某行业分析师工作所属券商一直在研究领域名列前茅，而他本人也一直在《新财富》榜上排名前三。2008年，他被深圳某券商“挖角”后，立即在当年

^② 资料来源：华夏时报，《谁的“最佳分析师”？揭秘研究员评选背后利益链》，

<http://www.forex.com.cn/html/c704/2008-11/1035749.htm>, 2008-11-24.

^③ 数据来源：新浪财经，

http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vMS_MarketHistory/stockid/000001/type/S.phtml?year=2008&jidu=1.

^④ 资料来源：天天盈科技，<http://www.51tty.cn/tty/ttrank/index.htm>.

的《新财富》榜单上“名落孙山”。一年后，他回到原来券商，《新财富》的排名也随即恢复^⑤。

种种现象和数据不禁让人们发问：分析师作为资本市场的信息中介，具有信息优势，为何会集体看错？《新财富》最佳分析师更是分析师中的佼佼者，其推荐股票为何又屡次失败？《新财富》最佳分析师评选是基于什么标准（至今没有任何机构出来对排名进行解释），研究实力与研究平台，到底什么因素对当选最佳更起决定性作用？

中国的证券市场目前正处于快速发展阶段，市场参与者以中小投资者居多，中小投资者不但处于信息弱势地位，而且缺乏专业知识及投资经验。在此种大环境下，对《新财富》最佳分析师荐股价值进行研究，不但增加了我国对分析师研究文献，为监管部门做决策提供理论支持，而且有利于我国证券分析师声誉机制的建立，有助于我国证券分析师行业制度的建立与完善，从而提高市场信息效率，倡导理性投资，具有理论和现实意义。

二、研究选题及意义

目前国内关于最佳分析师的排名最权威的是《新财富》杂志。从 2003 年开始，《新财富》杂志借鉴国际惯例，参考国际通行的方法，由机构投资者筛选出包括宏观经济和债券研究在内的各个研究方向的“最佳分析师”，这一过程从 2004 年开始规范化^⑥。首先，《新财富》杂志向国内所有券商研究机构征询各个研究方向的分析师候选人名单；其次，《新财富》杂志将候选名单发放给每一位公募基金经理，请他们为券商研究所提名的分析师候选人打分（基金经理在填写问卷时不受问卷中提名的限制，直接填写候选人名单中未包括的优秀分析师），评选出各个研究方向的前三名分析师；最后，《新财富》杂志分别赋予各研究方向前三名 5、4、3 的权重，乘以基金经理管理的基金规模，加总所有基金经理的评分，得到某分析师的最终评分，取得分最高前三名（允许并列）为该行业最佳分析师。

然而，这种基于机构投资者问卷调查法打分评选各研究方向最佳分析师的方

^⑤ 资料来源：第一财经日报，《券业金牌分析师再掀转会潮 流动堪比牛市》，http://www.stcn.com/content/2010-05/26/content_694191.htm，2010-05-26。

^⑥ 2003 年是 6 月发布结果，并且没有提名过程，2004 年及以后先提名，并且都是 11 月公布结果。

法是否合理^⑦？机构投资者在评选打分的过程中的原则和标准是否一致，哪些因素会影响当选年度最佳分析师？由机构投资者评选出来各个行业的最佳分析师股票推荐能力（风险因素调整后的绩效）是否比行业其他没有上榜的分析师强？上榜的最佳分析师之间的荐股能力（风险因素调整后的绩效）是否存在很大差异？如果由机构投资者评选出来的最佳分析师排名与荐股能力有关，那么，向公众公告其推荐股票能不能使广大投资者获利，还是只能使提前获取信息的机构投资者获利？一系列问题有待我们回答。

因此，从实证的角度检验我国证券分析师荐股是否具有投资价值，尤其是检验《新财富》最佳分析师评选过程是否合理，他们荐股是否具有投资价值？不但有助于证券分析师行业今后健康有效的发展，而且有利于投资者更为科学的审视证券分析师对上市公司的盈余预测及股票投资建议，帮助投资者高效的做出投资决策，促进资本的有效流动，进而促进产业经济的发展，并为中国在分析师方面的研究文献贡献一部分。

三、研究思路和框架

本文以 2003 年 11 月-2009 年 10 月期间所有分析师发布上市公司盈余预测数据为样本，运用 Probit 模型，对 2004-2009 年获得《新财富》行业最佳分析师评选过程中的决定性因素进行验证。进一步地，本文以 2004 年 11 月-2010 年 10 月所有分析师发布股票评级数据为样本，借鉴 Barber 等（2007）构建动态投资组合的方法，模拟构建《新财富》最佳分析师动态投资建议组合、非最佳分析师动态投资建议组合，比较分析了最佳分析师和非最佳分析师荐股能力的差异；接着，构建信息含量模型，进一步检验分析师排名在其荐股的市场反应中是否具有信息含量；最后，站在不同投资者立场，比较分析了具有获取信息优势的机构投资者和处于信息劣势的中小投资者利用分析师荐发布的股票评级信息构建动态投资组合回报的差异。图 1.1 是本文的研究思路和分析框架。

本文包括以下内容：

第一部分为绪论。阐述了研究背景、研究选题及意义、研究思路和框架。

第二部分为文献综述。分别从国外和国内回顾了证券分析师研究的现状。

第三部分为研究假设和研究设计。详细阐述了文章的理论分析与假设、样本、

^⑦ 机构投资者的打分起着决定性作用，在这一过程中，证券分析师除了业务能力强以外，与机构投资者维持较好的关系也是至关重要的因素。

数据来源、变量定义及度量、研究模型和检验方法。

第四部分为实证结果。内容包括描述性统计分析，回归结果分析。描述性统计分析分为分析师推荐股票评级数据描述性分析、分析师盈余预测数据描述性分析和最佳分析师评选过程影响因素分析；回归结果分析包括分析师声誉与推荐股票价值分析、信息获取的时间窗口和不同投资者组合绩效评估。

第五部分为稳健性检验。构建长期投资组合，按发布股票推荐前机构投资者持有无限售流通股比例、推荐股票规模、行业分组构建动态投资组合，来比较分析不同分析师群体的荐股价值。

第六部分为研究结论和启示。总结本文的主要研究结论并进行分析，提出本文的一些局限性和后续研究方向。

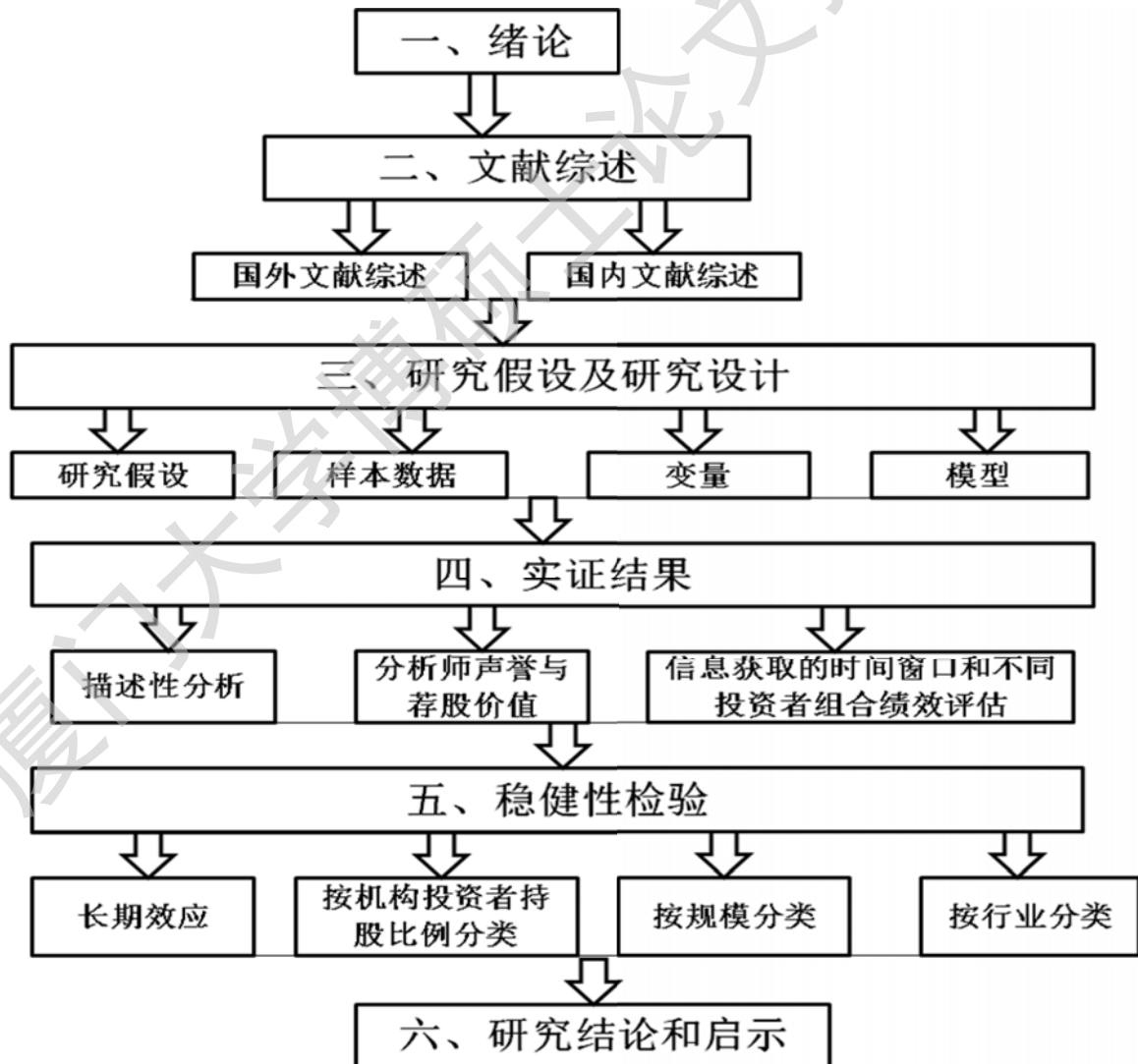


图 1.1：本文研究框架

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库